

强化运营提升盈利能力，合成生物学构建未来

华熙生物(688363.SH)

推荐(维持评级)

合理估值区间：145.50-166.29 元

分析师

程培

☎: 021-20257805

✉: chengpei_yj@chinastock.com.cn

分析师登记编码: S0130522100001

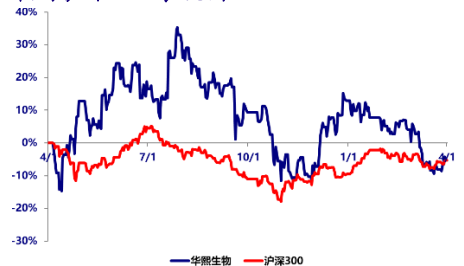
特此鸣谢: 孟熙

市场数据

2023-03-31

A股收盘价(元)	159.23
A股一年内最高价(元)	242.56
A股一年内最低价(元)	100.61
沪深300	4170.10
市盈率	85.85
总股本(万股)	48108.53
实际流通A股(万股)	9591.41
限售的流通A股(万股)	38517.12
流通A股市值(亿元)	152.72

相对沪深300表现图



资料来源: wind, 中国银河证券研究院

相关研究

2022-10-30 华熙生物 2022 年三季度点评: 功能护肤品渐入佳境, 研发推进赋能产品创新

核心观点:

- **事件:** 公司发布 2022 年年度报告, 2022 年实现收入 63.59 亿 (+28.53%), 归母净利润 9.71 亿 (+21.11%), 扣非净利润 8.52 亿 (+28.46%), EPS 2.02 元。经营性现金流 6.35 亿 (-50.22%)。Q4 单季实现营业收入 20.39 亿 (+5.34%), 归母净利润 2.93 亿 (+29.27%), 扣非净利润 2.51 亿 (+15.98%)。
- **费用管控初见成效, 坚持创新巩固长期优势:** 2022 年公司期间费用率 59.47% (-1.63pct), 其中销售费用率为 47.95% (-1.29pct), 主要是广告宣传费与市场开拓费控制良好, 两项加总在销售费用中占比降至 16.05% (-0.48pct); 管理费用率为 6.18% (+0.05pct), 相对较为稳定。此外, 公司 2022 年研发投入为 3.88 亿元 (+36.52%), 研发费用率提升至 6.10% (+0.36pct), 济南 1.2 万平米研发新场地投入使用, 北京大兴“合成生物技术国际创新产业基地”投入使用。截至 2022 年末, 公司共有研发人员 827 人 (+256 人), 在研项目 337 项 (+98 项), 已申请专利 719 项 (+194 项), 授权专利 337 项 (+171 项)。我们认为, 得益于技术研发驱动创新, 公司科技壁垒将不断巩固和提升。
- **功能性护肤品占比再度提升, 夸迪营收首破 10 亿。** 2022 年公司功能性护肤品实现营收 46.07 亿元 (+38.8%), 占公司主营业务营收 72.45% (+5.4pct)。公司根据各品牌不同技术路线和品牌定位, 制定差异化营销策略, 并持续优化渠道结构, 大单品打造成果显著。此外, 公司产品线持续丰富, 推出并重点打造: 润百颜时光修护和光损伤修护系列、夸迪眼霜产品、米蓓尔水类和精华类产品、肌活糙米面霜, 为品牌跨周期稳定发展提供品牌基础。2022 年公司四大品牌润百颜/夸迪/米蓓尔/肌活分别实现营收 13.85/13.68/6.05/8.98 亿元, 同比增长 12.64%/39.73%/44.06%/106.40%, 板块毛利率为 78.37% (-0.61pct), 相对维持稳定。
- **原料业务保持稳定增长, 医疗终端业务加速渗透。** 1) **原料业务:** 全年实现营收 9.80 亿元 (+8.31%), 占主营业务收入 15.41% (-2.88pct), 毛利率 71.54% (-0.65pct), 其中高毛利的医药级透明质酸增速较高, 实现收入 3.37 亿元 (+33.73%), 国际化布局成果显著, 出口销售收入 4.26 亿元 (占原料收入 43.45%)。公司深入布局合成生物技术, 持续通过研发新生物活性物拓宽产品矩阵, 全年完成 3 个化妆品新原料备案, 高产麦角硫因产品开发完成, 5-ALA、唾液酸实现放大生产, 重组人源胶原蛋白完成中试生产。2) **医疗终端业务:** 全年实现 6.86 亿元营收 (-2.0%), 占主营业务收入 10.79% (-3.36pct), 毛利率 80.86% (-1.19pct)。其中皮肤类收入 4.66 亿元, 同比下降 7.56%, 主要是因为公司主动调整产品策略、优化产品结构; 骨科注射液收入 1.52 亿元, 同比增长 22.98%, 主要受益于八省二区及安徽省带量采购的落地执行; 其他产品收入为 0.68 亿元 (-5.79%)。3) **功能性食品:** 全年实现营收 0.75 亿元, 同比增长 358.19%, 主要是因为仍处于培育期, 体量相对较小, 目前已形成水肌泉、黑零、休想角落品牌, 线上渠道体系逐步完善, 未来有望通过推广建立产品认知和品牌影响力。

- **投资建议:** 公司是全球领先的生物活性材料科技企业，深耕合成生物学技术，开拓全产业链布局，“原料+功能护肤+医疗终端+功能性食品”四轮驱动，品牌矩阵丰富，长期成长性良好。我们预计公司 2023-2025 年归母净利润分别为 12.63/16.13/20.41 亿元，同比增长 30.07%/27.76%/26.53%，EPS 为 2.62/3.35/4.24 元，当前股价对应 PE 为 43/34/27 倍，维持“推荐”评级。
- **风险提示:** 渠道成本增加的风险、研发进展不及预期的风险、新品营销效果不达预期的风险、市场竞争加剧的风险。

主要财务指标

	2022A	2023E	2024E	2025E
营业收入（百万元）	6359.19	8099.30	10209.41	12735.67
收入增长率%	28.53	27.36	26.05	24.74
归母净利润（百万元）	970.92	1262.85	1613.36	2041.40
利润增速%	24.11	30.07	27.76	26.53
毛利率%	76.99	76.82	76.69	76.63
摊薄 EPS(元)	2.02	2.62	3.35	4.24
PE	56.19	43.20	33.81	26.72
PB	8.22	6.91	5.74	4.72
PS	8.58	6.74	5.34	4.28

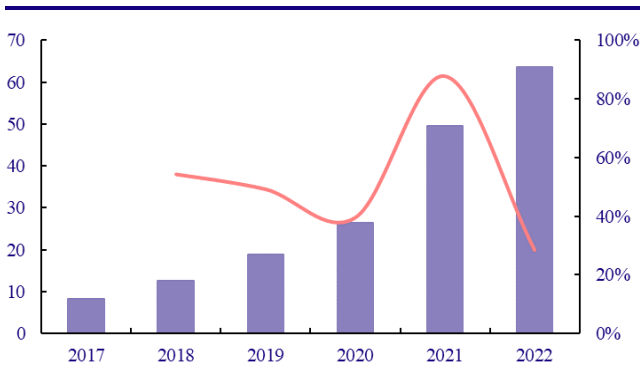
资料来源：公司公告，中国银河证券研究院

一、费用管控初见成效，坚持创新巩固长期优势

2022 年公司实现营业收入 63.59 亿，同比增长 28.53%，归母净利润为 9.71 亿，同比增长 24.11%，扣非归母净利润为 8.52 亿，同比增长 28.46%，对应 EPS 为 2.02 元，经营性现金流 6.35 亿，同比下降 50.22%，现金流下降的主要原因是存货采购款、费用款项支付增加，导致购买商品、接受劳务支付的现金同比增长 65.7%。

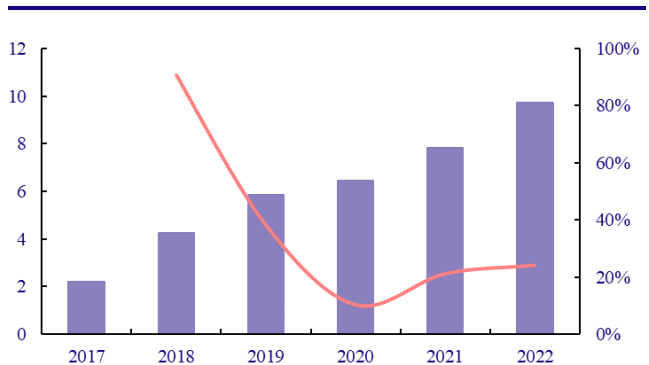
2022 年公司毛利率 76.99%，下降 1.08 个百分点，除骨科注射液受集采影响毛利下降 4.51 个百分点以外，整体毛利水平稳定。期间费用率 59.47%，下降 1.63 个百分点，其中销售费用为 3.93 亿元，同比增长 25.17%，主要用于公司销售渠道拓展和营销团队打造，但由于广告宣传费与市场开拓费增速相对放缓，销售费用率下降 1.29 个百分点至 47.95%；管理费用为 3.93 亿元，同比增长 29.67%，主要是受管理人员及后台部门办公人员增加导致职工薪酬增加、信息化建设及维护、投资业务咨询导致专业机构服务费增加，以及办公用固定资产增加导致折旧费增加的影响。管理费用率为 6.18%，较 2021 年提升 0.05 个百分点。

图 1：华熙生物近年营业收入及增速（亿元）



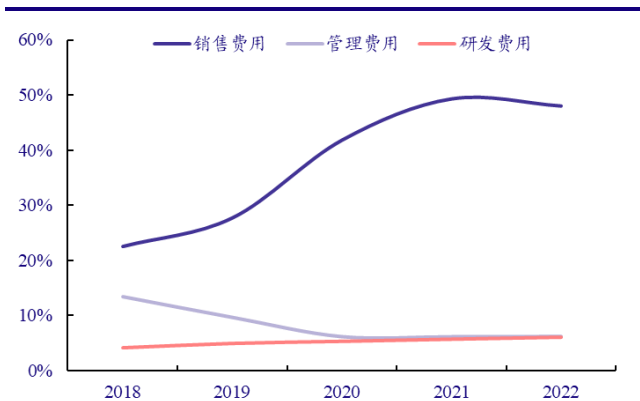
资料来源：公司公告，中国银河证券研究院

图 2：华熙生物近年净利润及增速（亿元）



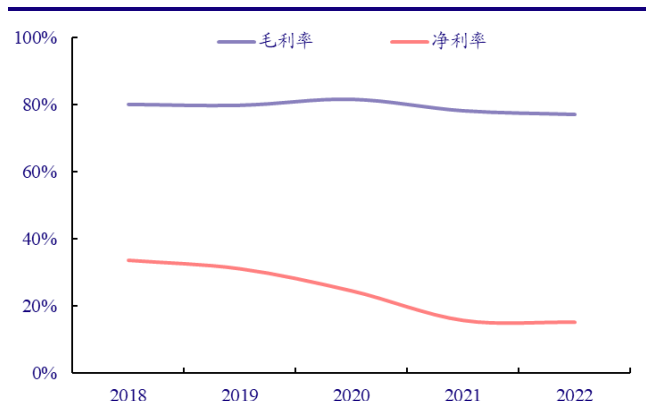
资料来源：公司公告，中国银河证券研究院

图 3：华熙生物近年销售、管理及研发费用率



资料来源：公司公告，中国银河证券研究院

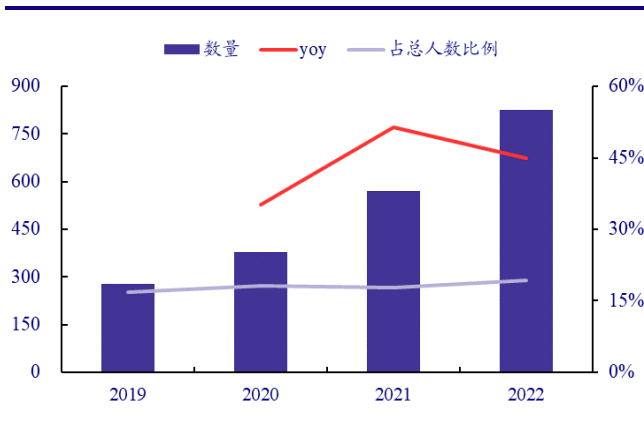
图 4：华熙生物近年毛利率及净利率



资料来源：公司公告，中国银河证券研究院

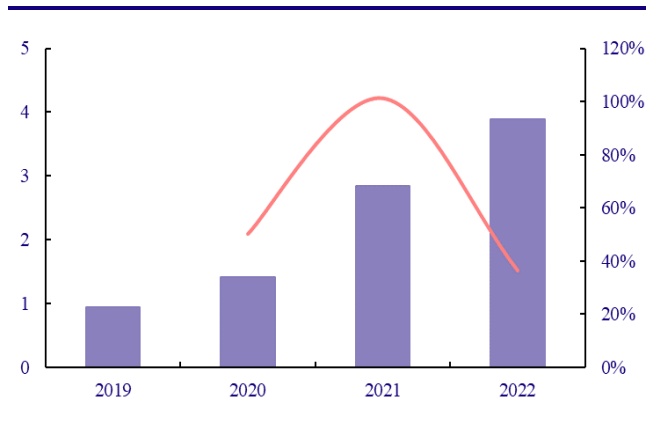
2022 年公司研发投入为 3.88 亿元，占营业收入比例为 6.10%，较 2021 年提升 0.36 个百分点。公司依托微生物发酵技术、梯度 3D 交联技术、合成生物学三大研发平台，实现了多项技术突破。2022 年公司获得多项国家级、省部级重大奖项：1) 核心技术微生物发酵法生产透明质酸技术获得“国家科技进步二等奖”和“国家重点新产品”认证；该技术也与微生物酶切法大规模生产低分子量透明质酸及寡聚透明质酸技术共同获得“山东省科技进步一等奖”；2) 透明质酸高效交联技术同样获得突破“国家重点新产品”认证；3) 在玻璃酸钠注射液领域，国内率先采用终端灭菌技术获得“山东省技术创新项目”；以及专利/软件著作权 972 件（其中发明专利 120 件，实用新型 37 件，外观专利 14 件）。截至 2022 年 12 月 31 日，公司共有授权有效专利 4,181 件（其中发明专利 209 件，实用新型专利 86 件，外观设计 42 件，软件著作权 14 件）。

图 5：华熙生物近年研发人员数量、占比及增速



资料来源：公司公告，中国银河证券研究院

图 6：华熙生物研发投入及增速（亿元）



资料来源：公司公告，中国银河证券研究院

表 1：华熙生物 2022 年新增及累计专利情况

	本年新增		累计数量	
	申请数 (个)	获得数 (个)	申请数 (个)	获得数 (个)
发明专利	152	120	574	209
实用新型专利	32	37	100	86
外观设计专利	10	14	45	42
软件著作权	0	0	14	14
其他	891	801	5822	3830
合计	1085	972	6,555	4181

分业务看，原料产品新增国际注册 11 项，医疗器械注册 30 项，新增 3 项化妆品新原料备案，新获得 2 项特殊用途化妆品行政许可，新上市 5 款个人护理原料产品。

2022 年公司完成合成生物学国际创新研发中心人才梯队的引进和研发平台的搭建。新引进科研人员超过 50 人，成立 5 个合成生物研发工作室、1 个发酵优化平台、1 个应用研发工作室及平台管理；构建国际上首个人乳寡糖物质库，已建有约百余种活性物质库，强化在功能糖合成生物学领域的国际竞争力。

制造转化方面，天津工厂新增 300 吨透明质酸产能，建成全球最大的中试转化平台，中试生产线正式投入运营；东营佛思特工厂无菌级 HA 生产线 2022 年主体设备已经招投标完成，预计 2023 年实现生产；收购北京益而康生物工程有限公司 51% 的股权，进军动物源胶原蛋白领域，新增胶原蛋白海绵和人工骨两项产品管线。

表 2：华熙生物主要科技平台核心技术及获奖情况

科技平台	核心技术	奖项与认证	专利/许可
微生物发酵技术平台	国际领先的微生物发酵法生产透明质酸技术	国家科技进步二等奖；国家重点新产品；国家火炬高技术产业项目；山东省科技进步一等奖；山东省重点研发计划	医药级玻璃酸钠产品在国内取得了9项注册备案资质，在中国台湾地区取得1项DMF注册；国际上取得了包括欧盟、美国、韩国、加拿大、日本、俄罗斯、印度在内的注册备案资质29项
	国际上首次使用微生物酶切法大规模生产低分子量透明质酸及寡聚透明质酸	山东省科技进步一等奖*；山东省专利奖；山东名牌产品；山东省科技发展计划项目；21届中国专利金奖	
梯度3D交联技术平台	透明质酸高效交联技术突破	国家重点新产品；山东省科技进步一等奖；山东省重大专项；山东省重点研发计划；国产交联透明质酸软组织填充剂首家获得NMPA批准；欧盟三类医疗器械CE证书	医疗终端产品在国内取得药械类认证26项，国际认证23项
	玻璃酸钠注射液国内率先采用终端灭菌技术	山东省技术创新项目；NMPA把终端灭菌工艺作为同类产品的标准灭菌方式	
合成生物学平台	工业菌创制技术	山东省生物活性物合成生物学重点实验室；国家重点研发计划“绿色生物制造”重点专项	

资料来源：公司公告，中国银河证券研究院

二、功能性护肤品占比再度提升，夸迪营收首破 10 亿

2022 年公司功能性护肤品实现营收 46.07 亿元，同比提升 38.8%，占公司主营业务的 72.45%，提升 5.4 个百分点，毛利率为 78.37%，同比下降 0.61 个百分点。公司功能性护肤品四大品牌品牌影响力持续提升，均完成一个或多个大单品系列的打造，获得市场和消费者认同。

1) 润百颜：全年营收 13.85 亿元，同比增长 12.64%，占板块营收 32.54%。稳固大单品系列屏障修护系列和新品 HACE 次抛精华，并推出抗时光修护和光损伤修护系列，明确玻尿酸科技护肤领导品牌定位，品牌建设升级至“玻尿酸科技修护美学”、“皮肤维稳、韧性生长”等概念，有望凭借核心科技 INFIHA 英菲智玻尿酸技术培养更多新单品，持续深化国民品牌形象。

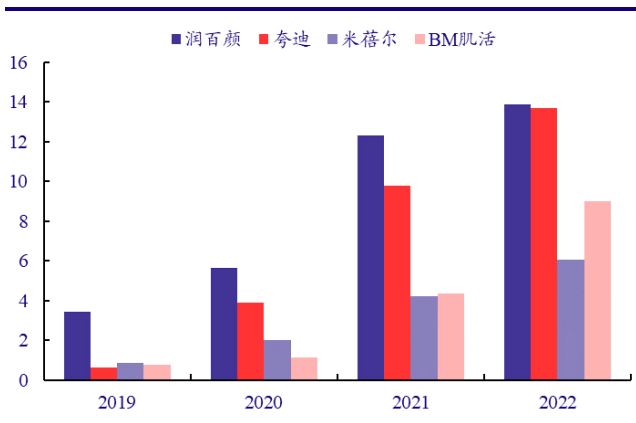
2) 夸迪：全年营收 13.68 亿元，同比增长 39.73%，占板块营收 32.14%，成为继润百颜后第二个营收突破 10 亿的品牌。夸迪焕颜系列热度延续的同时，眼霜作为核心抗老新单品成为品牌发展重点。品牌通过精准护肤硬核抗老理念，优化品牌调性，打造大单品心智，调整天猫运营策略，拓展抖音布局，强化品牌向内容营销和种草，传递品牌和企业的价值观。

3) 米蓓尔：全年营收 6.05 亿元，同比增长 44.06%，占板块营收 14.23%。品牌着力强化敏感肌专家的品牌心智，锐化品牌态度，借力超头助力品牌出圈，并通过跨界联合共创内容，破圈营销等方式，扩散品牌认知度，大单品主打蓝绷带面膜，并重点推出水类和精华类产品，

发展高毛利单品，产品线不断丰富。

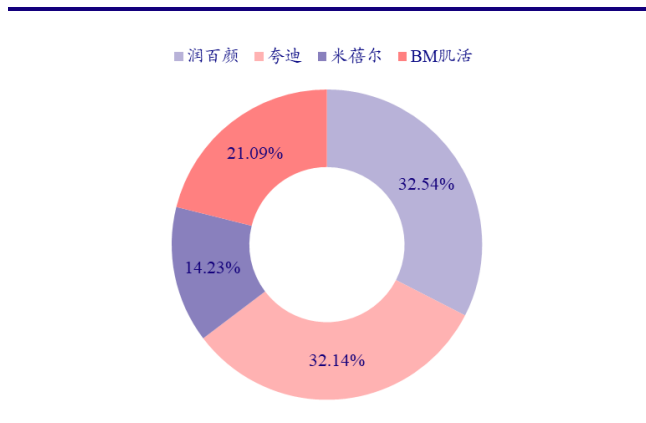
4) **肌活**：全年营收 8.98 亿元，同比增长 106.40%，占板块营收 21.09%。品牌培育 Bio-MESO 肌活糙米焕活精华水，已成为公司第一个年收入超 4 亿元的单品，糙米系列市场热度颇高，品牌力图借助糙米红利培育糙米面霜等跨周期大单品，未来有望成为继夸迪后第三个突破十亿级的品牌。

图 7：华熙生物四大功能性护肤品品牌近年营收



资料来源：公司公告，中国银河证券研究院

图 8：华熙生物 2022 年功能性护肤品各板块营收占比



资料来源：公司公告，中国银河证券研究院

表 3：华熙生物功能性护肤品主要产品类型

产品	产品所属细分行业	主要上游原材料	主要下游应用领域	价格主要影响因素
次抛精华	护肤品	透明质酸、发酵液、表面活性剂、营养物添加剂、包装物等	个人护肤品、彩妆	供需因素、产品原材料及包材价格、人工成本、物流成本等
面膜	护肤品	透明质酸、发酵液、表面活性剂、营养物添加剂、包装物等	日用护理	供需因素、产品原材料及包材价格、人工成本、物流成本等
膏霜水乳	护肤品	透明质酸、发酵液、表面活性剂、营养物添加剂、包装物等	个人护肤品、彩妆	用户诉求、价格偏好、产品原材料、包材价格、人工成本、及物流成本等

资料来源：公司公告，中国银河证券研究院

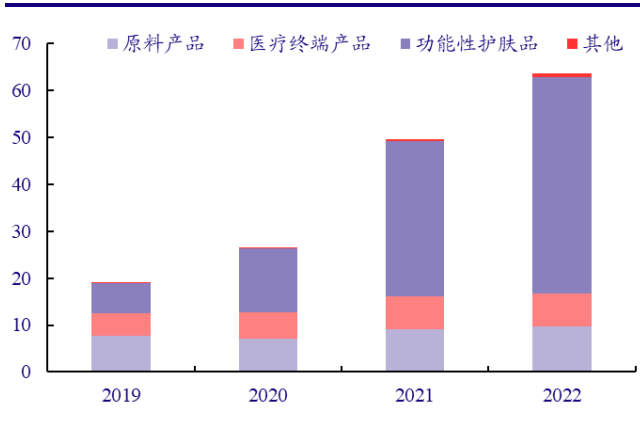
三、原料业务保持稳定增长，医疗终端业务加速渗透

除功能性护肤品业务外，2022 年公司原料业务实现稳健增长，医疗终端业务借助政策实现加速渗透，功能性食品业务培育效果显著，实现爆发式高增长，功能性护肤品、原料、医疗终端及功能性食品四大业务全年营收分别 46.07 亿元、9.80 亿元、6.86 亿元及 0.75 亿元，占公司营收比为 72.45%、15.41%、10.79%及 1.18%。原料产品、医药终端产品毛利率分别为 71.54% 及 80.86%。

分季度来看，公司 Q1 至 Q4 营业收入分别为 12.22 亿元、16.81 亿元、13.85 亿元及 20.39

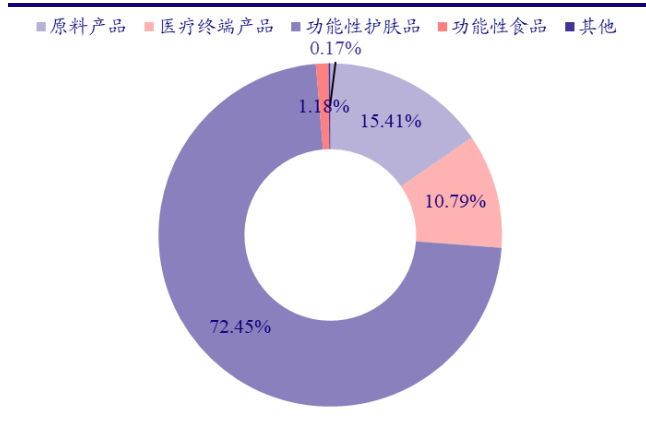
亿元，占比 19.73%、26.43%、21.78%及 32.06%，归母净利润分别为 2.00 亿元、2.73 亿元、2.04 亿元及 2.93 亿元，占比分别为 20.57%、28.17%、21.03%及 30.23%。

图 9：华熙生物各主要业务近年营收（亿元）



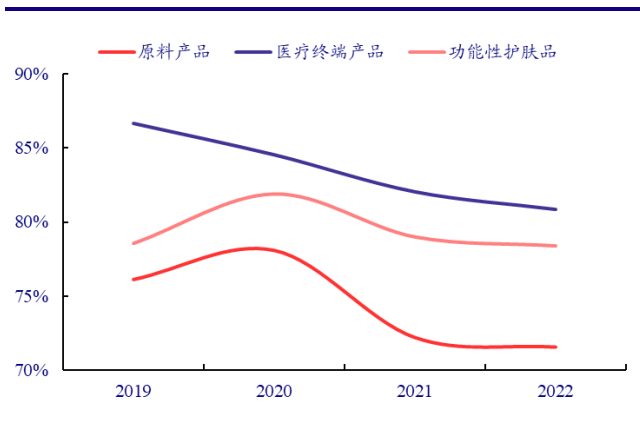
资料来源：公司公告，中国银河证券研究院

图 10：华熙生物 2022 年各主要业务营收占比



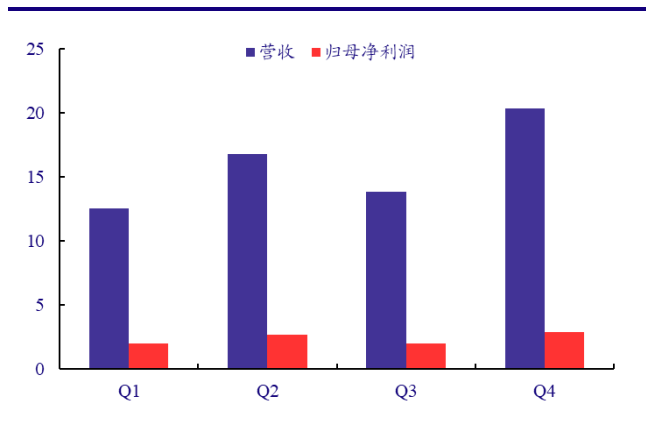
资料来源：公司公告，中国银河证券研究院

图 11：华熙生物各主要业务毛利率情况



资料来源：公司公告，中国银河证券研究院

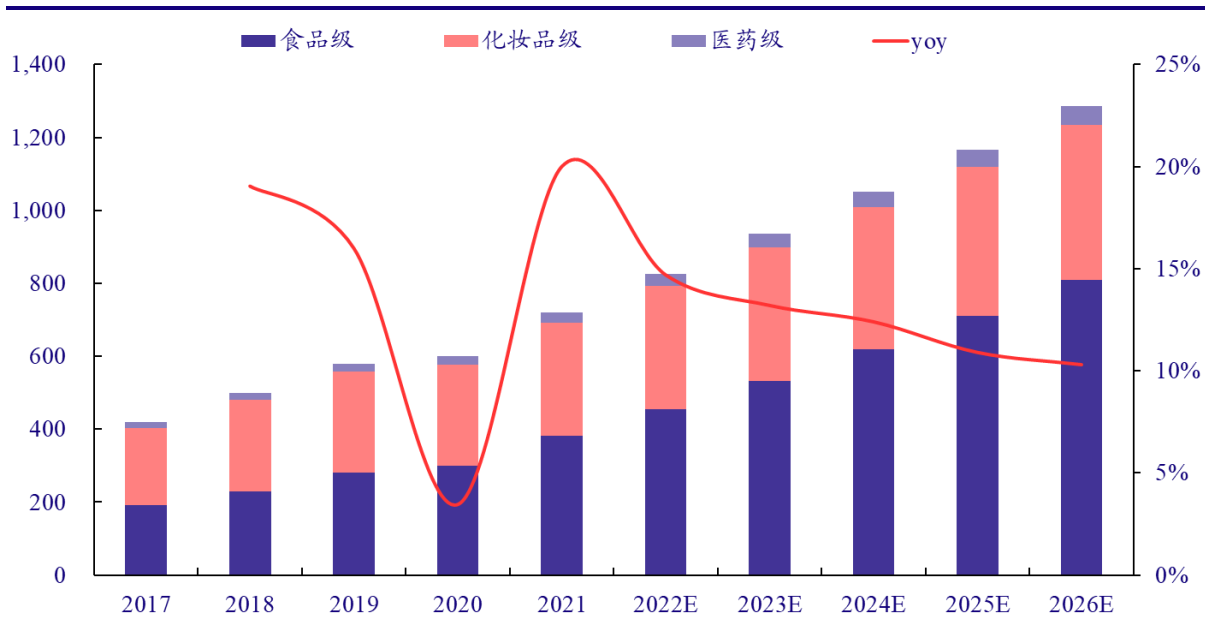
图 12：华熙生物 2022 年各季度营收及净利润（亿元）



资料来源：公司公告，中国银河证券研究院

1) 原料业务：2022 年公司原料业务实现收入 9.80 亿元，同比增长 8.31%，占公司主营业务收入 15.41%，降低 2.88 个百分点，毛利率水平为 71.54%，较 2021 年下降 0.65 个百分点。其中高毛利的医药级透明质酸增速较高，实现收入 3.37 亿元，同比增长 33.73%，国际化布局成果显著，欧洲、亚洲、美洲等国际市场增长势头明显，全年出口销售收入达到 4.26 亿元，占原料业务收入的 43.45%。国内方面，上游供应端暂时停工导致产量收缩，国内透明质酸销售受到冲击，收入增速同比放缓。根据 Frost&Sullivan 报告，2021 年全球透明质酸市场销量达 720 吨，2017-2021 年 CAGR 为 14.4%，预计未来 5 年将保持 12.3% 的 CAGR，并在 2026 年达到 1,285.2 吨。此外，公司持续挖掘 GABA、依克多因、麦角硫因等多种生物活性物的市场潜力，并积极推广市场应用，未来有望成为原料业务板块贡献新增长点。

图 9：全球透明质酸原料市场规模（2017-2026E）



资料来源：Frost&Sullivan，中国银河证券研究院

3) 医疗终端业务：2022 年实现营业收入 6.86 亿元，同比下降 2%，占公司主营业务收入 10.79%，同比下降 3.36 个百分点，毛利率为 80.86%，同比下降 1.79 个百分点。由于公司主动调整产品策略、优化产品结构，皮肤类医疗产品收入下降 7.56% 至 4.66 亿元。骨科注射液营收 1.52 亿元，同比增长 22.98%，产品“海力达”中标广东省联盟药品集采，全国覆盖超过 6,000 家医院，同比增加 1,000 余家；PRP 升级产品已完成海南地区的“先行先试”注册工作。

表 4：华熙生物医疗终端主要产品类型

产品分类	产品名称	注册类别	主要品牌	主要用途	核心技术应用情况
骨科注射液	玻璃酸钠注射液	化学药品	海力达	适用于膝关节骨关节炎、肩关节周围炎	终端湿热灭菌技术
眼科黏弹剂	医用透明质酸钠凝胶	III类医疗器械	海视健	眼科手术辅助用医疗器械，用于白内障和人工晶体植入术	终端湿热灭菌技术
软组织填充剂	注射用修饰透明质酸钠凝胶	III类医疗器械	润百颜	适用于面部真皮组织中层至深层注射以纠正中重度鼻唇部皱纹	交联技术
	注射用修饰透明质酸钠凝胶（含利多卡因）		润致		
	注射用交联透明质酸钠凝胶		润致	适用于面部真皮组织浅层到中层注射以纠正额部皱纹	

资料来源：公司公告，中国银河证券研究院

4) 功能性食品业务：2022 年实现营收 0.75 亿元，同比增长 358.19%，主要是因为体量规模仍相对较小。水肌泉品牌推出 480ml 规格玻尿酸水，线上渠道（自播团队）+线下渠道（2000+ 易捷便利店入驻）持续扩大声量；黑零品牌推出浆果醋植物饮、玉油柑高膳食纤维饮等 8 款产品，抖音、小红书、阿里大健康、得物等线上渠道体系进一步完善；休想角落推出夜帽子系列 5 款产品，满足熬夜人群需求，并通过天猫、抖音、小程序等线上渠道建立品牌认知。

表 4: 华熙生物功能性食品主要产品类型

产品	产品所属细分行业	主要上游原材料	主要下游应用领域	价格主要影响因素
含透明质酸水	食品	透明质酸、包装物等	饮品	供需因素、产品原材料及包材价格、人工成本、物流成本等
含透明质酸膳食补充剂产品 (如软糖等)	食品	透明质酸、包装物等	休闲食品	供需因素、产品原材料及包材价格、人工成本、物流成本等

资料来源: 公司公告, 中国银河证券研究院

公司财务预测表

资产负债表 (百万元) 2022A				2023E	2024E	2025E	利润表 (百万元) 2022A			
流动资产	4023.10	5595.49	7964.49	10527.21	营业收入	6359.19	8250.55	10495.72	13209.91	
现金	1606.13	2643.66	4483.74	6240.77	营业成本	1463.23	1896.22	2442.70	3109.25	
应收账款	448.44	743.31	772.74	1135.36	营业税金及附加	77.20	99.01	125.95	158.52	
其它应收款	51.91	39.76	76.86	69.92	营业费用	3049.37	3950.49	5011.17	6300.85	
预付账款	171.76	161.18	207.63	264.29	管理费用	392.87	512.81	641.20	778.15	
存货	1161.54	1419.43	1837.50	2221.80	财务费用	-48.66	0.00	0.00	0.00	
其他	583.32	588.15	586.02	595.08	资产减值损失	-15.45	0.00	0.00	0.00	
非流动资产	4658.65	4777.67	4810.19	4761.51	公允价值变动收益	-0.14	0.00	0.00	0.00	
长期投资	68.23	68.23	68.23	68.23	投资净收益	11.92	41.25	52.48	66.05	
固定资产	1899.28	2136.47	2245.14	2241.12	营业利润	1136.31	1500.26	1910.23	2420.39	
无形资产	475.06	515.84	558.47	602.57	营业外收入	6.12	0.00	0.00	0.00	
其他	2216.08	2057.13	1938.35	1849.60	营业外支出	6.32	0.00	0.00	0.00	
资产总计	8681.75	10373.16	12774.68	15288.73	利润总额	1136.11	1500.26	1910.23	2420.39	
流动负债	1644.04	2065.92	2851.00	3316.91	所得税	174.73	230.74	293.79	372.25	
短期借款	139.20	139.20	139.20	139.20	净利润	961.38	1269.52	1616.44	2048.14	
应付账款	816.84	816.02	1314.56	1431.95	少数股东损益	-9.54	0.00	0.00	0.00	
其他	688.00	1110.70	1397.24	1745.77	归属母公司净利润	970.92	1269.52	1616.44	2048.14	
非流动负债	354.73	354.73	354.73	354.73	EBITDA	1305.02	1789.99	2225.23	2753.01	
长期借款	107.97	107.97	107.97	107.97	EPS (元)	2.02	2.64	3.36	4.26	
其他	246.76	246.76	246.76	246.76						
负债合计	1998.77	2420.65	3205.73	3671.64	主要财务比率	2022A	2023E	2024E	2025E	
少数股东权益	49.21	49.21	49.21	49.21	营业收入	28.53%	29.74%	27.21%	25.86%	
归属母公司股东权益	6633.78	7903.30	9519.74	11567.87	营业利润	25.48%	32.03%	27.33%	26.71%	
负债和股东权益	8681.75	10373.16	12774.68	15288.73	归属母公司净利润	24.11%	30.75%	27.33%	26.71%	
					毛利率	76.99%	77.02%	76.73%	76.46%	
					净利率	15.27%	15.39%	15.40%	15.50%	
					ROE	14.64%	16.06%	16.98%	17.71%	
					ROIC	12.88%	14.80%	15.79%	16.59%	
					资产负债率	23.02%	23.34%	25.09%	24.02%	
					净负债比率	29.91%	30.44%	33.50%	31.61%	
					流动比率	2.45	2.71	2.79	3.17	
					速动比率	1.61	1.92	2.06	2.41	
					总资产周转率	0.73	0.80	0.82	0.86	
					应收帐款周转率	14.18	11.10	13.58	11.64	
					应付帐款周转率	7.79	10.11	7.98	9.23	
					每股收益	2.02	2.64	3.36	4.26	
					每股经营现金	1.32	3.01	4.55	4.24	
					每股净资产	13.79	16.43	19.79	24.05	
					P/E	56.19	42.97	33.75	26.64	
					P/B	8.22	6.90	5.73	4.72	
					EV/EBITDA	48.94	29.22	22.68	17.69	
					PS	8.58	6.61	5.20	4.13	

数据来源：公司公告，中国银河证券研究院

分析师简介及承诺

程培，银河证券医药首席分析师，上海交通大学生物化学与分子生物学硕士，7年医学检验行业+6年医药行业研究经验，公司研究深入细致，对医药行业政策和市场营销实务非常熟悉。此前作为团队核心成员，获得新财富最佳分析师医药行业 2022 年第 4 名、2021 年第 5 名、2020 年入围，2021 年上海证券报最佳分析师第 2 名，2019 年 Wind “金牌分析师”医药行业第 1 名，2018 年第一财经最佳分析师医药行业第 1 名等荣誉。

本人承诺，以勤勉的执业态度，独立、客观地出具本报告，本报告清晰准确地反映本人的研究观点。本人薪酬的任何部分过去不曾与、现在不与、未来也将不会与本报告的具体推荐或观点直接或间接相关。

评级标准

行业评级体系

未来 6-12 个月，行业指数（或分析师团队所覆盖公司组成的行业指数）相对于基准指数（交易所指数或市场中主要的指数）

推荐：行业指数超越基准指数平均回报 20%及以上。

谨慎推荐：行业指数超越基准指数平均回报。

中性：行业指数与基准指数平均回报相当。

回避：行业指数低于基准指数平均回报 10%及以上。

公司评级体系

推荐：指未来 6-12 个月，公司股价超越分析师（或分析师团队）所覆盖股票平均回报 20%及以上。

谨慎推荐：指未来 6-12 个月，公司股价超越分析师（或分析师团队）所覆盖股票平均回报 10% - 20%。

中性：指未来 6-12 个月，公司股价与分析师（或分析师团队）所覆盖股票平均回报相当。

回避：指未来 6-12 个月，公司股价低于分析师（或分析师团队）所覆盖股票平均回报 10%及以上。

免责声明

本报告由中国银河证券股份有限公司（以下简称银河证券）向其客户提供。银河证券无需因接收人收到本报告而视其为客户。若您并非银河证券客户中的专业投资者，为保证服务质量、控制投资风险，应首先联系银河证券机构销售部门或客户经理，完成投资者适当性匹配，并充分了解该项服务的性质、特点、使用的注意事项以及若不当使用可能带来的风险或损失。

本报告所载的全部内容只提供给客户做参考之用，并不构成对客户的投资咨询建议，并非作为买卖、认购证券或其它金融工具的邀请或保证。客户不应单纯依靠本报告而取代自我独立判断。银河证券认为本报告资料来源是可靠的，所载内容及观点客观公正，但不担保其准确性或完整性。本报告所载内容反映的是银河证券在最初发表本报告日期当日的判断，银河证券可发出其它与本报告所载内容不一致或有不同结论的报告，但银河证券没有义务和责任去及时更新本报告涉及的内容并通知客户。银河证券不对因客户使用本报告而导致的损失负任何责任。

本报告可能附带其它网站的地址或超级链接，对于可能涉及的银河证券网站以外的地址或超级链接，银河证券不对其内容负责。链接网站的内容不构成本报告的任何部分，客户需自行承担浏览这些网站的费用或风险。

银河证券在法律允许的情况下可参与、投资或持有本报告涉及的证券或进行证券交易，或向本报告涉及的公司提供或争取提供包括投资银行业务在内的服务或业务支持。银河证券可能与本报告涉及的公司之间存在业务关系，并无需事先或在获得业务关系后通知客户。

银河证券已具备中国证监会批复的证券投资咨询业务资格。除非另有说明，所有本报告的版权属于银河证券。未经银河证券书面授权许可，任何机构或个人不得以任何形式转发、转载、翻版或传播本报告。特提醒公众投资者慎重使用未经授权刊载或者转发的本公司证券研究报告。

本报告版权归银河证券所有并保留最终解释权。

联系方式

中国银河证券股份有限公司 研究院

深圳市福田区金田路 3088 号中洲大厦 20 层

上海浦东新区富城路 99 号震旦大厦 31 层

北京市丰台区西营街 8 号院 1 号楼青海金融大厦

公司网址：www.chinastock.com.cn

机构请致电：

深广地区：苏一耘 0755-83479312 suyiyun_yj@chinastock.com.cn

程曦 0755-83471683 chengxi_yj@chinastock.com.cn

上海地区：李洋洋 021-20252612 liyanyang_yj@chinastock.com.cn

陆韵如 021-60387901 luyunru_yj@chinastock.com.cn

北京地区：田薇 010-80927721 tianwei@chinastock.com.cn

唐嫄玲 010-80927722 tangmanling_bj@chinastock.com.cn